



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：通货膨胀还是通货紧缩(6月22日)

文章作者：

自国家统计局公布5月份数据以来，由于CPI连续三个月的下降，银行信贷增长放缓，市场上立即出现一股风，说什么中国经济开始变冷，中国经济出现通货紧缩的苗头，加上国内各财经媒体大量渲染，更使人感觉到中国经济真正的进入下行的通道，中国真得进入由盛转衰时期。

当前的中国经济是通货膨胀还是通货紧缩？是过热还是过冷？是处于上升还是下降的通道？只要对当前的经济生活稍作梳理，就能给出明确的答案。

目前，仍处于高位运行的有GDP、固定资产投资、进出口贸易、房地产投资与价格及PPI等，有所放缓的有CPI、银行贷款及工业企业利润等。预计1-5月份，GDP增长的增幅仍然会保持在9%左右；全部规模以上工业企业完成增加值同比增加16.3%；城镇固定资产投资同比增长26.4%，略低于2004年27.6%，但高于2004年全年全社会固定资产投资同比25.8%；1-4月份进出口贸易进口增长23.3%，出口增长34.0%；1-5月份全国商品房平均销售价格同比上涨8.9%，其中商品住宅平均销售价格上涨11.3%，而无论房地产开发投资还是房地产销售，1-3月份增长30%的省份占一半以上。

增长有所放缓的数据有，5月末广义货币供应量M2同比增长14.6%，增幅比上年同期低2.9%。消除季节因素后，M2月环比折年率为14.1%，低于2000年以来的数字；1-5月的居民消费价格指数(CPI)已连续两个月环比下跌，增长保持在1.8%这个并不高的水平上，但工业产品出厂价格指数(PPI)却仍然走高(5月份增长5.9%)；FDI连续两个月下降，5月份同比下降22%；工业企业利润率下降等。

面对着这两组数据，人们对当前经济形势一定会感到扑朔迷离。一边是经济处于高位运行，经济过热有所缓解，但仍然处于通货膨胀中；一边是经济开始向下运行，出现了所谓的通货紧缩的苗头。既然传统的智慧不能解释现实的经济生活，我们只能寻找观察与解释这种现象的新基点，站在这个新基点上来看当前中国的经济形势，其结果肯定是迥然不同。

首先，我们先得找出本轮经济增长的动因是什么？它所带来的国内经济繁荣是一种什么样的繁荣？如果是，它又能够持续多久？其次，本轮GDP快速增长的动力何在？目前这种增长的动力消失了吗？第三，国内固定资产投资一直在高位运行，M2的增长却放缓，那么高位运行的固定资产投资资金又从何来？还有，为什么一年多来PPI与CPI一直分离而不能传导？只要根据国内实际情况对这些问题作一点解释，当前宏观经济形势就可以拨开迷雾见太阳。

本轮经济增长基本上由地方政府主导下的投资拉动。有研究表明，2004年投资在GDP中比重已经上升到51.3%，按2005年一季度增长率，全年投资比重可能会达到53%。这样高的投资率，在欧美发达国家历史上从来没有过，在日本及亚洲四小龙国家也从来没有过。而投资是什么？投资当期是需求，下一期则是供给了。特别本轮投资主要投向重工业，从重工业的周期来看，其供给要在5年左右出来。5年后（即2008年后），当投资产出高峰到来时，其投资的低效率及产能过剩都会显露出来。因此，这种以政府主导下的投资拉动，调整越早越好。2004年以来，中央政府对此有明确的认识，并采取了一系列的政策。如果说，中央出台的这些政策能够把这种以政府为主导的投资冲击压缩下来，不仅不是整个经济进入下行通道，而是为国内经济真正持续发展创造条件。

本轮经济增长是在政府严格控制金融资源的条件下以信贷冲动为代价的。仅在2002-2004年这3年的时间里，国内银行金融体系的贷款就增长了58%，增长数额近65000亿元。这种以银行信贷推动的“经济繁荣”当然让国内银行1990年代积累起来巨大的不良贷款得到很大程度改善，如四大国有银行不良贷款率从2002年的28%降至2004年末的13.2%。但是，却可能给四大国有银行未来的发展留下很大隐患。

还有，尽管最近推动我国出口增速大幅增长的短期贸易条件发生了很大变化，如WTO效应减落、美元的升值、欧元前景出现变数、国际贸易摩擦增加、全球房地产市场泡沫开始破灭可能导致全球经济衰退等，但中国出口增长的长期推动因素并没有发生太大变化，如中国劳动成本优势在长期内无法改变（中国工人的工资是德国的1/37、美国的1/25、韩国的1/5），而且随着中国高等教育迅速发展，这种优势越来越明显；中国城市化的潜力及过高恩格尔系数都意味着国内私人消费拉动存在着巨大的空间。也就是说，尽管国内经济增长对外依存度较高（接近80%），世界经济波动及贸易纠纷等因素可能造成对国内宏观经济的影响，但这些都无法削弱我国出口贸易竞争力，进出口贸易增长仍然是国内经济增长的动力。

从私人消费与政府消费增长来看，自2002年以来国内的私人消费一直在增强，2005年1-4月社会零售消费总额增长13.3%。而拉动这次经济快速增长个人消费的两大动力汽车与住房，尽管最近政府一些政策出台，增长速度会有所放缓，但仍然保持在高位运行上，如5月份商品住宅平均销售价格上涨11%以上，1-5月份全国住宅投资增长21.8%。可以说，对于国内居民的住房消费，除了一些发展过热的城市会有所收敛之外，只要这次政策风头一过可能会掀起又一波的房地产投资过热的高潮，特别是国内的二线城市。当然，在这里隐藏着另一个深层次的问题，就是房地产的过度需求必然会带来很的挤出效应。如果地方政府的扩大内需仅寄托于房地产，这必然打击民众其他需求的扩张。

对于政府消费来说，尽管经过多年的财政扩张其支出增长被控制在低于收入增长的水平上，政府消费自2001年来已经逐渐减弱，但地方政府隐性债务增长及城市化的进程并没有由此逆转。至于国内固定资产投资，也仍然处在高位运行。也就是说，尽管国内需求的增长有所放缓，但目前仍然处于高位运行上，即拉动国民经济快速增长动力并没有发生实质性变化，国内经济快速增长仍然得以持续。

M2的增长放缓很大程度是中国的金融体制面临的困境造成。目前国内资金剩余者与资金需求者沟通的渠道十分脆弱。由于银行利率过低，居民储蓄意愿连续两个季度创下新高回落，这就使得大量资金在银行体外循环。据有关研究表明，目前国内体外循环资金近万亿。如果把这两个因素考虑进去，M2增长放缓的现象就比较好解释了。

至于连续14个月维持在5%以上水平的PPI为什么没有传导到CPI上来，其中有两个方面的原因：一是住房价格的原因，一年多来，住房价格基本保持在两位数增长水平上，而推动这次国内经济增长的最大动力又是房地产及相关行业，高位运行的PPI基本上传导到房价上去了；二是政府对某些居民消费品价格及要素市场的严格管制，而这种管制一放松，其上游价格的上涨很快就传导到下游产品上。如5月份CPI居住类价格中，水、电、燃料价格同比上涨8.9% 涨幅比去2004年同期加大了两个多百分点。再加上CPI的代表性不足（最终消费占GDP的比例偏低），这些都是影响PPI向CPI传导之因素。据了解，目前欧美国家央行早已把房地产市场价格作为货币政策主要考量指标。因此，当前仅是把CPI下落就断言国内经济通紧缩苗头出现是较武断的。只要出口增长不减，房价在升，国内经济增长态势就不会改变，通货紧缩也不会出现，只不过在有效的宏观调控下增长速度会步入健康的轨道。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所